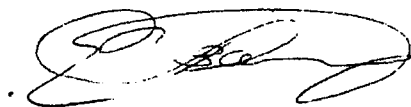


0 - 800311

На правах рукописи



**ШАПОВАЛ Андрей Викторович**

**СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ АКТИВОВ КАК  
АЛЬТЕРНАТИВНЫЙ МЕТОД ПРИВЛЕЧЕНИЯ  
ФИНАНСИРОВАНИЯ**

**Специальность: 08.00.10 - "Финансы, денежное обращение и кредит"**

**Автореферат  
диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук**

**Саратов - 2012**

Работа выполнена в ФГБОУ ВПО "Саратовский государственный социально-экономический университет".

Научный руководитель - д-р экон. наук, доцент  
Киселев Максим Витальевич

Официальные оппоненты - д-р экон. наук, профессор  
Кох Игорь Анатольевич,  
Институт экономики и финансов ФГАОУ ВПО  
"Казанский (Приволжский) федеральный  
университет", зав. кафедрой денег и ценных  
бумаг  
- канд. экон. наук, доцент  
Потапова Светлана Васильевна,  
ФГБОУ ВПО "Саратовский государственный  
социально-экономический университет", доцент  
кафедры денег и кредита

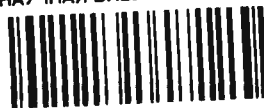
Ведущая организация - Мордовский государственный университет им.  
Н.П. Огарёва

Защита состоится 15 января 2013 года в 13<sup>00</sup> час. на заседании диссертационного совета Д 212.241.03 при Саратовском государственном социально-экономическом университете по адресу: 410003, Саратов, Радищева, 89, Саратовский государственный социально-экономический университет, ауд. 843.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Саратовского государственного социально-экономического университета.

Автореферат разослан 14 декабря 2012 года.

НАУЧНАЯ БИБЛИОТЕКА КГУ



0000674010

Ученый секретарь  
диссертационного совета

A handwritten signature in dark ink, appearing to be "С.М. Богомолов".

Богомолов  
Сергей Михайлович

## ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**Актуальность темы исследования.** Финансово-экономический кризис ознаменовал собой слом главенствующей с середины 1970-х годов глобальной финансовой системы. Посткризисный период совпал с формированием новой парадигмы будущего развития глобального финансового рынка, основные контуры которой просматриваются уже сегодня. Одной из наиболее главных тенденцией посткризисного развития является постепенное вытеснение банковского кредитования и замещение его иными, альтернативными методами финансирования, в том числе и методами привлечения капитала на рынке ценных бумаг.

Однако традиционные методы финансирования на рынке ценных бумаг обладают своими недостатками. В частности, размещение акций на биржевом или внебиржевом рынках сопряжено с потерей контроля над компанией, что далеко не всегда устраивает основных владельцев бизнеса. Выпуск долговых бумаг осложнен высокой стоимостью привлечения капитала. В этой связи предприятия все чаще обращаются к альтернативному способу привлечения капитала на рынке ценных бумаг, в том числе и к секьюритизации.

За рубежом первые сделки по секьюритизации активов начали заключаться еще в начале прошлого века. Наибольшее распространение данный метод финансирования получил в сфере ипотечного кредитования, так как ипотечные кредиты проще всего поддаются стандартизации и дальнейшей перепродаже.

В России рынок секьюритизации получил свое развитие только в начале прошлого десятилетия. Несмотря на то, что финансово-экономический кризис негативно повлиял как предпочтения потенциальных инвесторов, так и на ожидания хозяйствующих субъектов, нуждающихся в финансировании, российские темпы роста номинального объема сделок по секьюритизации являются одними из самых высоких в мире. Первая сделка по секьюритизации активов на отечественном рынке была заключена только в 2004 году на сумму 1,25 млрд долларов США. Уже в 2006 году в России было секьюритизировано активов на сумму более 5 млрд долларов США, что превышает объем 2005 года в 8 раз. В кризисный период темпы роста объемов сделок секьюритизации несколько снизились, а в 2009-2010 гг. даже наблюдался спад рынка, однако в последние годы данный сегмент рынка вновь набирает обороты, что свидетельствует о том, что российский рынок секьюритизации активов находится лишь в самом начале пути своего развития.

Потенциал российского рынка секьюритизации далек от своего исчерпания. Однако, Россия отстает от ведущих мировых стран по объемам сделок секьюритизации более чем в 300 раз. Помимо номинальной стоимости секьюритизированных ценных бумаг, Россия проигрывает зарубежным странам и по такому показателю как отношение объема секьюритизированных ценных бумаг к национальному ВВП. Так, для США и Англии данный показатель составляет при-

мерно 10-11%, для стран Европы - от 4-6% (Ирландия, Испания и Португалия) до 2% (Италия, Греция, Германия). В России отношение объема секьюритизированных ценных бумаг к ВВП не превышает 0,4%, что свидетельствует об огромном потенциале роста данного сегмента финансового рынка.

Количественное и качественное отставание российского рынка секьюритизации от зарубежных аналогов можно объяснить не только низкой стартовой базой, но также и многочисленными проблемами, которые являются преградой на пути иностранных инвесторов в отечественные секьюритизированные ценные бумаги. Так, нерешенными остаются проблемы развития понятийного аппарата, правовой базы функционирования данного рынка, режима налогообложения сделок секьюритизации. Не решена проблема отделения рисков оригинаторов от рисков специально-созданных юридических лиц, в пользу которых осуществляется продажа активов, подлежащих секьюритизации, что значительно увеличивает риски ценных бумаг, обеспеченных активами.

Одной из наиболее актуальных проблем является отсутствие эффективных механизмов повышения кредитной надежности ценных бумаг, выпущенных в результате секьюритизации. Глобальный экономический кризис показал, что даже ценные бумаги с наивысшим уровнем рейтинга оказались небезопасными для инвесторов, в том числе и по причине отсутствия механизмов кредитной поддержки. Высокие риски российских ценных бумаг, выпущенных в результате секьюритизации, сказываются на высокой стоимости заимствования для компаний-оригинаторов.

Эти и иные проблемы рынка секьюритизации показывают острую необходимость их теоретического, методологического и практического решения. Даже фрагментарное перечисление существующих проблем свидетельствует об актуальности исследования.

**Степень разработанности проблемы.** Научный интерес к проблемам секьюритизации у исследователей возник в последней четверти XX века. Термин "секьюритизация" был введен в научный оборот в 1977 году главой ипотечного департамента Salomon Brothers Л. Раниери, который использовал данный термин для обозначения первого выпуска ценных бумаг, обеспеченных залогом прав требования по ипотечным кредитам.

Ретроспективный анализ взглядов на проблемы секьюритизации показал, что на современном этапе развития данного сегмента финансового рынка в центре внимания многих исследователей сосредоточены различные практические аспекты трансформации активов в ценные бумаги. Наибольший вклад принадлежит П.Али, Х.П. Бэру, Л.-Л. Вольфу, Ж.Ж. Вризу Робе, Э. Джвидсону, Э. Сандерсу и А. Чингу, а также отечественным исследователям В. Заку, Н. Едиханову, А. Селивановскому, Д. Тогонидзе и В. Усоскину.

Проблемами регулирования и налогообложения сделок секьюритизации занимались П. Голиков, Е. Демушкина, К. Кучинский, А. Тавасиев, М. Толстухин, Ю. Туктаров. Различные аспекты проблематики секьюритизации нашли свое отражение в работах российских исследователей М. Астраханцева, И. Коха, М. Лешинского, Б. Мазукбазовой, Л. Смирнова.

Несмотря на то, что проблемам секьюритизации посвящено множество работ, анализ научной литературы показал, что большинство отечественных и зарубежных исследователей рассматривают практические проблемы секьюритизации активов в контексте конкретных алгоритмов сделок по секьюритизации, а также создания обеспечительных механизмов ценных бумаг, обеспеченных активами. В результате сосредоточения научной мысли на проблемах практического воплощения идеи трансформации активов в ценные бумаги, за пределами научных дискуссий остаются вопросы понятийного аппарата, подходов к пониманию сущности и особенностей секьюритизации как способа финансирования. Так, до сих пор отсутствует общепринятое определение термина "секьюритизация" (в научной литературе в настоящее время предложено более 200 вариантов определений), не найден компромисс в отношении классификации видов секьюритизаций, не были выявлены факторы, препятствующие развитию сделок секьюритизации на развивающихся рынках

Кроме того, крайне мало изучены особенности использования механизмов кредитной поддержки секьюритизированных ценных бумаг в российских условиях.

Актуальность проблемы, степень ее научной разработки и практической значимости определили выбор темы, цели и задачи диссертационного исследования.

**Цель и задачи диссертационного исследования.** Перед исследованием была поставлена цель формулирования, теоретического обоснования и решения комплекса вопросов, связанных с разработкой концепции развития института секьюритизации в России, методологии и механизмов ее реализации и определении на этой основе практических рекомендаций для деятельности предприятий, избравших секьюритизацию активов как наиболее эффективный способ финансирования своей деятельности, регулирующих органов, профессиональных участников рынка ценных бумаг и рейтинговых агентств

Для достижения поставленной цели решались следующие задачи:

- раскрыть сущностное содержание понятия "секьюритизация", уточнить механизм синтетической секьюритизации;
- систематизировать существующие варианты классификаций видов секьюритизации и предложить их авторскую классификацию, учитывающую недостатки и преимущества существующих подходов;
- определить факторы, сдерживающие развитие рынка секьюритизации в российских условиях;
- выявить тенденции развития российского рынка секьюритизации в посткризисный период;
- разработать авторскую классификацию рисков, присущих сделкам по секьюритизации;
- систематизировать и классифицировать методы кредитной поддержки ценных бумаг, выпущенных в результате секьюритизации активов; адаптировать данные методы к условиям специфического развития российского рынка;

- разработать механизмы по повышению эффективности процедуры рейтингования ценных бумаг, выпущенных в результате секьюритизации, а также по повышению ликвидности их вторичного обращения на биржевых и внебиржевых рынках.

**Предметом исследования** в диссертационной работе являются экономические отношения, возникающие между предприятиями, нуждающимися в привлечении финансовых ресурсов, инвесторами в инструменты финансового рынка, профессиональными участниками рынка ценных бумаг, рейтинговыми агентствами и регулирующими органами.

**Объект исследования** - финансовый рынок в части рынка ценных бумаг, выпущенных в результате секьюритизации активов, его участники, инфраструктура, механизмы регулирования.

**Теоретическую основу** диссертационного исследования составили теория финансов, теория финансовых рынков и финансовых институтов в части теории рисков и ценообразования на финансовые активы, теории принятия финансовых решений в условиях риска и неопределенности. В диссертационном исследовании использовались фундаментальные труды российских и зарубежных исследователей в области теории и практики организации финансовых рынков, финансового менеджмента и фундаментальные положения о развитии рыночной экономики. Также в работе использовались методологические и прикладные разработки специалистов и профессиональных участников рынка ценных бумаг и рейтинговых агентств.

**Методологической базой** диссертации являются диалектический, исторический и системный подходы, позволяющие исследовать проблему в целом и отдельные ее вопросы в динамике, взаимосвязи и взаимообусловленности. В диссертационном исследовании использовались методы сравнительного, логического, функционально-структурного, финансового анализа. Также применялись различные приемы и методы статистико-математического анализа. Были задействованы статистические методы, в частности анализ динамических рядов.

**Информационной базой** диссертационного исследования послужили законодательные и нормативные акты, регулирующие процессы секьюритизации активов, материалы Центрального Банка России, Федеральной службы по финансовым рынкам. При написании работы использовались научно-практические публикации в периодических изданиях и размещенные в сети Интернет, а также экспертные мнения представителей предприятий реального сектора экономики, кредитных организаций и профессиональных участников рынка ценных бумаг Саратовской области.

**Научная новизна** в целом состоит в разработке авторской концепции развития института секьюритизации, позволяющей определить методологические принципы и методы взаимодействия регулирующих и налоговых органов, профессиональных участников рынка ценных бумаг, кредитных организаций и предприятий, использующих секьюритизацию активов как способ корпоративного финансирования.

Основные научные результаты и их новизна состоят в следующем:

- разработана авторская трактовка понятия "секьюритизация" как нормативно регламентируемой финансовой техники, позволяющей хозяйствующему субъекту рефинансировать свою деятельность путем вовлечения активов, обеспеченных потоком платежей, в выпуск и обслуживание ценных бумаг;

- осуществлена этапизация отношений между заемщиками и кредиторами в условиях глобального развития мировой экономики; выявлены особенности современного этапа развития данных отношений (2002 г. - по настоящее время): ужесточение требований к заемщикам, сжатие кредитного рынка, ужесточение регулятивных норм в отношении сделок секьюритизации, значительное повышение рисков секьюритизации с применением деривативов (синтетическая секьюритизация);

- предложена классификация сделок секьюритизации на основе следующих критериев - сложность конструкции сделки (классическая и синтетическая секьюритизация), отраслевая принадлежность originатора (секьюритизация банковских и небанковских активов) и наличие механизмов кредитной поддержки (секьюритизация с наличием кредитной поддержки ценных бумаг, либо с ее отсутствием);

- выявлены факторы, ограничивающие развитие рынка секьюритизации в России (неразвитое правовое поле, наличие зависимости между финансовым положением originатора и возможностью специально-созданного юридического лица осуществлять платежи по ценным бумагам, высокие риски, генерируемые в ходе деятельности originатора и транслируемые на прочих участников сделки и низкое качество управления рисками специально-созданного юридического лица.);

- систематизирован мировой опыт развития рынка секьюритизации, на основе чего сделан вывод, что одним из наиболее часто реализуемых видов риска рынка секьюритизации является риск неблагоприятного изменения процентных ставок. Данный риск актуализируется в тех случаях, когда участники сделок секьюритизации привлекают краткосрочный капитал по низким процентным ставкам и размещают его в долгосрочные проекты, но по высоким ставкам;

- определены тенденции развития российского рынка секьюритизации (экстремально высокие темпы роста объемов сделок, опережающий рост транснациональных сделок по секьюритизации активов, опережающий рост сделок со стороны финансового сектора в ущерб секьюритизации активов представителей реального сектора экономики, расширение круга потенциальных инвесторов в российские секьюритизированные бумаги, увеличение доли рублевых ценных бумаг в общем объеме секьюритизированных активов);

- предложена авторская классификация рисков, присущих сделкам по секьюритизации, в зависимости от следующих признаков - широта охвата (риски макроуровня, мезоуровня и микроуровня), отрасль (риски в сделках по секьюритизации в активов финансового сектора и реального сектора экономики), степень воздействия (стандартные, чрезвычайные и остаточные риски), сфера происхождения (финансовые и правовые риски) и вид секьюритизации (риски, присущие синтетическому и классическому видам секьюритизации);

- определены методы поддержки ценных бумаг, выпущенных в результате секьюритизации, имеющие наибольшую эффективность в российских условиях: транширование выпусков ценных бумаг, создание системы гарантий со стороны государственных и квазигосударственных органов и резервирование средств на непредвиденные расходы по поддержанию кредитного качества ценных бумаг; рассчитана оптимальная градация требований по резервированию в зависимости от качества пула активов;

- разработаны и предложены меры по повышению эффективности процедуры рейтингования ценных бумаг, выпущенных в результате секьюритизации активов (внедрение формальных критериев присвоения рейтингов, документальное фиксирование процедуры присвоения рейтинга, создание и внедрение солидарной ответственности рейтинговых агентств, разработка процедуры по снятию конфликта интересов между рейтинговыми агентствами и др.);

- предложена трехуровневая система механизмов, направленных на повышение ликвидности вторичного биржевого и внебиржевого обращения ценных бумаг, обеспеченных активами (к первому уровню относятся регулирующие органы, ко второму - организаторы торгов и саморегулируемые организации, на третьем - сами эмитенты, специально созданные юридические лица и организаторы выпуска).

**Теоретическая и практическая значимость** работы заключается в том, что разработанная автором концепция развития института секьюритизации развивает теорию финансов в части теории финансовых рынков и финансовых институтов. Авторские теоретические положения доведены до конкретных методических и практических разработок и рекомендаций, имеющих важное народнохозяйственное значение - расширение финансовых возможностей для предприятий, нуждающихся в привлечении финансирования.

Разработанные в диссертации научные положения и практические рекомендации могут быть использованы:

- Федеральной службой по финансовым рынкам при выполнении надзорной и контрольной функций за сегментом ценных бумаг, обеспеченных активами, в том числе и ипотечных ценных бумаг,

- органами законодательной власти при разработке правового поля регулирования и налогообложения сделок по секьюритизации активов,

- предприятиями реального сектора экономики при выборе оптимального способа привлечения финансирования,

- в учебных программах при изучении курсов "Рынок ценных бумаг", "Финансовые рынки и финансовые институты", "Финансовый менеджмент", "Инвестиции".

**Апробация результатов исследования.** Основные результаты исследования использованы в докладах на международных, всероссийских, региональных и межвузовских научных и научно-практических конференциях (Санкт-Петербург, 2012; Саратов, 2011 - 2012 гг.)

Наиболее существенные положения и результаты исследования нашли свое отражение в публикациях автора общим объемом 4,0 п.л.



Предлагаемые автором практические рекомендации по структурированию механизмов кредитной поддержки в сделках по секьюритизации активов нашли применение в деятельности инвестиционной компании ООО "Брокерский Дом "Открытие".

Основные теоретические разработки используются в учебных программах кафедры финансов Саратовского государственного социально-экономического университета по следующим дисциплинам: "Рынок ценных бумаг", "Финансовые рынки и финансовые институты", "Финансовый менеджмент", "Инвестиции".

**Объем и структура работы.** Работа имеет следующую структуру, определенную логикой исследования и совокупностью решаемых в нем задач.

Введение

Глава 1. Теоретические основы механизма секьюритизации активов как метода корпоративного финансирования

1.1. Понятие и сущность сделок секьюритизации активов как способа финансирования организаций

1.2. Основные элементы механизма секьюритизации активов

1.3. Тенденции развития рынка секьюритизации активов в России в посткризисный период

Глава 2. Практические аспекты и риски сделок секьюритизации активов

2.1. Возможности использования зарубежного опыта секьюритизации активов

2.2. Классификация рисков сделок секьюритизации активов

2.3. Роль секьюритизации в развитии глобального финансового кризиса

Глава 3. Совершенствование системы регулирования рынка секьюритизации в России

3.1. Направления повышения кредитного качества ценных бумаг, обеспеченных активами

3.2. Совершенствование процедуры рейтингования секьюритизированных ценных бумаг

3.3. Создание механизма повышения ликвидности ценных бумаг, обеспеченных активами

Заключение

Библиографический список литературы

Приложения

Объем диссертации составляет 147 страниц. Список использованной литературы содержит 96 источников. В работе представлено 3 рисунка, 3 таблицы и 2 приложения.

## **ОСНОВНЫЕ ИДЕИ И ВЫВОДЫ ДИССЕРТАЦИИ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ**

Результаты диссертационного исследования представлены в трех группах взаимосвязанных между собой научно-практических проблем.

**Первая группа проблем** связана с теоретическим анализом, а также с уточнением, дополнением и сведением в единый комплекс теоретических и организационно-методологических основ сделок по секьюритизации активов.

Секьюритизация представляет из себя вытеснение кредитного финансирования за счет применения финансовых схем на основе инструментов рынка ценных бумаг. Финансовые активы отделяются от имущества предприятия (которое впоследствии именуется оригинатор сделки секьюритизации) и передаются в пользу специально созданного юридического лица (Special Purpose vehicle - SPV), которое, в свою очередь, рефинансирует их на рынке ценных бумаг.

Несмотря на бурное развитие процессов секьюритизации начиная с последней четверти XX столетия, данный сегмент финансового рынка пока еще молод по сравнению с традиционными механизмами финансирования и ему присущи множество перекосов и несоответствий, в том числе и в области теоретического обоснования сделок секьюритизации. Так, до сих пор не найден компромисс в отношении сущности понятия "секьюритизация", видов, признаков и рисков секьюритизации. При этом отсутствие общепринятой точки зрения в отношении определения и сущности понятия "секьюритизация" является серьезным препятствием на пути теоретического осмысления механизма секьюритизации, который играет все более заметную роль в процессах, происходящих в реальном секторе экономики, а также на финансовых рынках, и повинных, по мнению многих исследователей, в разрывании глобального финансово-экономического кризиса 2008 года

Проведенный в работе анализ существующих определений понятия "секьюритизация" выявил ряд недостатков, которые были учтены в авторском определении. Под секьюритизацией в работе предлагается понимать нормативно регламентируемую финансовую технику, позволяющую хозяйствующему субъекту рефинансировать свою деятельность путем вовлечения активов, обеспеченных потоком платежей, в выпуск и обслуживание ценных бумаг.

Представленное определение понятия "секьюритизация", совмещает в себе три существующих подхода к пониманию сущности данного понятия и рассматривает его и как процесс, и как экономическую сущность, и как систему правовых норм.

Кроме того, данное определение отличается тем, что в нем отражены все характерные признаки секьюритизации - выпуск ценных бумаг, выплаты по ценным бумагам, поступающие от активов, наличие связи между выпускаемыми ценными бумагами и активами, вовлеченными в процесс их выпуска.

Упрощенно схема секьюритизации состоит из нескольких этапов. На первом этапе формируется пул активов, числящихся на балансе предприятия-оригинатора, которые могут представлять интерес для потенциальных инвесторов, а именно - обеспечивают стабильный, предсказуемый поток платежей в будущем. На втором этапе выделенный пул активов продается специально-созданному юридическому лицу, риски которого обособлены от рисков предприятия-оригинатора. Другими словами, специально-созданное юридическое лицо защищено от банкротства оригинатора, что повышает надежность активов, которые теперь числятся на балансе нового собственника. В дальнейшем проданный пул активов служит в качестве обеспечения по ценным бумагам, кото-

рый выпускает специально-созданное юридическое лицо. Платежи по выделенным активам формируют доход инвесторов в данные ценные бумаги.

В работе была поставлена задача исследования генезиса сделок секьюритизации.

Осуществленный в работе анализ отношений между кредиторами и заемщиками в условия глобального развития мирового финансового рынка позволил выделить несколько качественно отличных этапов данных отношений. Первый этап длится около 70 лет - с начала XX века и до 1970-х гг. прошлого столетия. Его особенности определяли те обстоятельства, что банки в анализируемый период времени выполняли одну из своих классических функций, привлекая во вклады свободные денежные средства и предоставляя кредиты экономическим эффективным хозяйствующим субъектам, не играя при этом сколько-нибудь активной роли на рынках ценных бумаг.

Второй этап отношений между заемщиками и кредиторами (начало 1970-х гг. - 1983 г.) характеризуется тем, что коммерческие банки США начали эмитировать ипотечные ценные бумаги, породив тем самым первые конструкции секьюритизации ипотечных кредитов.

Третий этап берет свое начало в 1983 г., когда в форме закрытого размещения была проведена первая сделка по секьюритизации кредитов, не связанных с ипотекой. Данный этап характеризуется тем, что роль банков в процессах секьюритизации начала постепенно смещаться в область финансового посредничества между заемщиками и инвесторами.

Новейший, длящийся в настоящее время, этап в развитии отношений между заемщиками и кредиторами зародился в период с 2002 г. по 2007 г. и связан с двумя событиями - банкротство крупной американской компании Энрон и глобальный финансово-экономический кризис, первые проявления которого были зафиксированы уже в 2006 году. В работе были выделены следующие особенности новейшего этапа развития отношений между заемщиками и кредиторами: ужесточение требований к заемщикам, сжатие кредитного рынка, ужесточение регулятивных норм в отношении сделок секьюритизации, значительное повышение рисков секьюритизации с применением деривативов (синтетическая секьюритизация).

Разработка понятийного аппарата в исследуемой области непосредственно связана с проблемой классификации вариантов процесса секьюритизации. В настоящее время в отечественной и зарубежной научной литературе, посвященной проблемам финансовых рынков, представлено множество вариантов классификаций процессов секьюритизации, однако по причине молодости данного процесса, устоявшийся вариант классификации не выработан до сих пор.

Учитывая выявленные недостатки вариантов классификации, сделки по секьюритизации активов были сгруппированы в работе по следующим признакам: сложность конструкции сделки (классическая и синтетическая секьюритизация), отраслевая принадлежность originатора (секьюритизация банковских и небанковских активов) и наличие механизмов кредитной поддержки (кредитная под-

держка ценных бумаг, обеспеченных активами, присутствует либо отсутствует). Данный вариант классификации видов секьюритизации представлен на рис. 1.



**Рис. 1. Авторский вариант классификации сделок по секьюритизации**

Разработанная классификация вариантов секьюритизации обладает следующими преимуществами:

- 1) позволяет выделить в отдельные подгруппы синтетический и классический вид секьюритизации, что может быть использовано в ходе рейтингования ценных бумаг, обеспеченных соответствующими активами,
- 2) критерий отраслевой принадлежности originатора позволяет выделить в отдельную подгруппу банковскую секьюритизацию, которая имеет свою специфику по сравнению с иной корпоративной секьюритизацией,
- 3) наличие механизмов кредитной поддержки позволяет оценить риски инвестиций в соответствующие ценные бумаги и обеспечить ликвидность вторичного обращения ценных бумаг.

Далее в диссертационном исследовании был этапизирован и уточнен механизм секьюритизации. При этом в работе доказано, что синтетическая секьюритизация является полноценным видом секьюритизации активов, так как, несмотря на оставление активов на балансе originатора, предполагает перенос кредитных рисков в пользу специально созданного юридического лица.

Анализ практического опыта секьюритизации в России позволил выявить факторы, сдерживающие становление рынка секьюритизации, а также особенности, присущие сделкам по секьюритизации активов в России. К сдерживающим факторам были отнесены: слаборазвитое правовое поле, в рамках которого заключаются сделки по секьюритизации, наличие зависимости между финансовым положением originатора и возможностью специально-созданного юридического лица осуществлять платежи по ценным бумагам, высокие риски, вызванные деятельностью originатора и транслируемыми на прочих участников

сделки и низкое качество управления рисками специально-созданного юридического лица.

Выявленные факторы развития рынка секьюритизации активов позволили определить его наиболее существенные тенденции: экстремально высокие темпы роста объемов сделок, опережающий рост транснациональных сделок по секьюритизации активов, расширение круга потенциальных инвесторов в российские секьюритизированные бумаги и увеличение доли рублевых ценных бумаг в общем объеме секьюритизированных активов.

**Вторая группа проблем** посвящена исследованию практических аспектов секьюритизации активов, а также выявлению рисков и роли секьюритизации в развитии глобального финансового кризиса.

На основе анализа зарубежного опыта становления и развития рынка секьюритизации в диссертационной работе был сделан вывод о том, что сделки секьюритизации в разных странах нередко приводили к формированию условий для развития финансовых кризисов. Чаще всего глубинной причиной подобных кризисов был крах механизма секьюритизации, предполагающего привлечение краткосрочных займов под низкий процент и размещение их в долгосрочные активы под более высокий процент. Как только процентные ставки начинали расти, описанный механизм секьюритизации испытывал крах. Однако до 2008 года подобные кризисы носили локальный характер и их последствия были не столь разрушительными, как это имело место в период последнего глобального финансового кризиса.

Однако помимо процентных рисков рынок секьюритизации генерирует множество других видов рисков. В работе были изучены существующие варианты классификации рисков секьюритизации, были выделены их преимущества и недостатки. На основе данного анализа был предложен авторский вариант классификации рисков, с которыми сопряжены сделки по секьюритизации активов (см. таблицу 1).

Предложенная классификация рисков секьюритизации построена на множестве критериев и имеет следующие преимущества по сравнению с аналогичными классификациями:

1) предполагает открытый список рисков секьюритизации. Одним из следствий процессов глобализации и интеграции мировой экономики является появление и мгновенное распространение многочисленных видов новых рисков, в том числе и вызванных секьюритизацией активов. Охватить их все в одной классификации невозможно, однако новые виды рисков по тем или иным признакам всегда можно отнести к одной из предложенных нами групп, что делает авторскую классификацию открытой для новых, пока еще не изученных рисков;

2) оптимальный критерий для классификации. В отличие от других систем классификации рисков секьюритизации, в работе был использован широкий набор критериев классификации, в том числе и такой как степень воздействия на мировую финансовую систему;

**Таблица 1. Классификация рисков секьюритизации**

Критерий	Группа рисков	Перечень рисков
Широта охвата	Макроуровень	Риски, угрожающие национальной финансовой системе
	Мезоуровень	Риски, угрожающие кластеру финансовых институтов и originаторов
	Микроуровень	Риски, связанные с отдельно взятой сделкой по секьюритизации активов.
Отрасль	Финансовая	Риски секьюритизации финансовых активов (банков, инвестиционных компаний, лизинговых компаний, хедж-вых фондов, страховых компаний и пр.)
	Реальный сектор	Риски секьюритизации представителей реального сектора экономики (нефинансовых активов)
Степень воздействия	Стандартные	Риски неисполнения, рассчитанные на основе исторических данных о количестве не выполненных заемщиками обязательств
	Чрезвычайные	Риски многократного превышения исторической частоты дефолтов
	Остаточные	Риски, многократно превышающие стандартные, и чрезвычайные
Механизм актуализации	Связанные с действиями участников	риски, связанные с ненадлежащим исполнением обязательств (риски, связанные с возможностью "увода" активов, предоставленных для обеспечения ипотечных ценных бумаг, выпускаемых ипотечным агентом; риск отмывания, связанный с отсутствием со стороны данного юридического лица, не имеющего своего персонала, необходимого контроля за надлежащим распоряжением денежными средствами, поступающими по пулу ипотечных кредитов)
		риски, связанные с неисполнением обязательств (риски неплатежей по значительной доле активов)
	Связанные с обстоятельствами	Риски, связанные с человеческой деятельностью, но не зависящие от воли сторон, участвующих в секьюритизации активов
Сфера происхождения	Финансовые	риск досрочного возврата; риск реинвестирования; риск ликвидности; процентный риск; риск снижения стоимости недвижимости.
	Правовые	противоречия, содержащиеся в законодательстве; отсутствие законодательных норм, регулирующих возникающие отношения
Вид секьюритизации	Риски синтетической секьюритизации	Риски неисполнения обязательств по дериватам
	Риски, присущие классической секьюритизации	Прочие риски

3) емкость. Авторская классификация, несмотря на ее лаконичность и четкость, является достаточно емкой и включает самые распространенные на сегодняшний день риски секьюритизации;

4) простота и понятность. Следствием всех вышеизложенных преимуществ авторской классификации рисков секьюритизации является ее простота и доступность для понимания,

5) возможность использования данной классификации для реализации задач регулирования финансовых рынков, актуальность которых повысилась в связи глобальным финансовым кризисом. Авторская классификация рисков секьюритизации может быть использована при расстановке приоритетов для регулирующих органов, в том числе и наднациональных, в условиях ограниченности временных, материальных и иных ресурсов, выделяемых в целях совершенствования глобального финансового рынка,

6) возможность использования данной классификации в процедурах присвоения объективных рейтингов ценным бумагам, выпущенным в результате секьюритизации активов.

Дальнейший анализ показал, что выявленные и классифицированные в работе риски сделок секьюритизации актуализировались в период глобального финансового кризиса. При этом в работе доказано, что секьюритизация активов как метод корпоративного финансирования не была первопричиной, но лишь сыграла роль мультипликатора глобального финансового кризиса из чего следует нецелесообразность требований сузить весь спектр причин кризиса к тем или иным финансовым инструментам или видам финансирования. Автор пришел к выводу, что истинная причина кризиса кроется не в природной пагубности самих инструментов, а в ошибках регулирования. Также в работе доказано, что секьюритизация, особенно ее синтетический вариант, способствовали значительному усугублению кризисных явлений в мировой финансовой системе.

**Третья группа проблем, исследованных в диссертационной работе, посвящена вопросам совершенствования системы регулирования сделок по секьюритизации активов.**

На завершающей стадии исследования в работе были систематизированы методы снижения инвестиционных рисков ценных бумаг, выпущенных в результате секьюритизации активов. Снижение рисков составляющей и, следовательно, повышение привлекательности российских секьюритизированных ценных бумаг является одной из наиболее важных задач, стоящих перед российскими регулирующими органами и непосредственными участниками сделок секьюритизации - оригинаторами, организаторами выпуска, специально созданными юридическими лицами.

В мировой практике секьюритизации ценных наработано множество способов повышения надежности секьюритизированных ценных бумаг. Совокупность данных методов носит название механизм кредитной поддержки секьюритизированных ценных бумаг.

Ввиду отсутствия общепринятой классификации обеспечительных механизмов, в работе предложено сгруппировать многообразие данных механизмов в три группы (см. таблицу 2).

**Таблица 2. Виды обеспечительных механизмов в сделках по секьюритизации активов**

Виды обеспечительных механизмов	Краткое описание	Конкретные механизмы
Количественные ограничения	Вводятся регулируемыми органами в целях снижения рисков, присутствующих в сделках секьюритизации	1) установленные на законодательном уровне, 2) установленные негосударственными регулирующими органами, 3) рекомендованные рейтинговыми агентствами.
Механизмы внутренней кредитной поддержки	Осуществляются организатором секьюритизации и направлены на повышение надежности ценных бумаг, выпущенных в рамках секьюритизации, а также на повышение их ликвидности	1) финансовое структурирование сделки, 2) создание избыточного потока платежей, 3) создание спрэд-счетов, 4) создание специального резервного фонда из поступлений от секьюритизированных активов, 5) выдача гарантии организатором секьюритизации, 6) избыточное превышение стоимости секьюритизированных активов над стоимостью ценных бумаг, 7) ограничение минимального размера коэффициента DSCR
Механизмы внешней кредитной поддержки	Меры повышения надежности секьюритизированных активов с помощью различных внешних для эмитента организаций.	1) дополнительные гарантии, предоставляемые специализированными страховыми компаниями, 2) страхование непрерывности процентных платежей по ценным бумагам, 3) страховое покрытие потерь по облигациям, 4) создание аккредитивных счетов

Далее в работе предложен ряд рекомендаций по адаптации классических методов кредитной поддержки секьюритизированных ценных бумаг к особенностям российского финансового рынка. Среди методов кредитной поддержки, имеющих наибольшую эффективность в российских условиях, были отмечены: транширование выпусков ценных бумаг, создание системы гарантий со стороны государственных и квазигосударственных органов и резервирование средств на непредвиденные расходы по поддержанию кредитного качества ценных бумаг. При этом в работе предложено ввести градацию требований по резервированию в зависимости от качества пула активов.

Качество активов, подлежащих секьюритизации, оценивается с помощью коэффициента LTV. Данный коэффициент рассчитывается следующим образом:

$$LTV = \frac{L}{AV} \times 100\%,$$

где: *L* - это сумма кредита; *AV* (*appraised value*) - оценочная стоимость.

Чем ниже данный коэффициент, тем больше вероятность того, что при обращении взыскания выручка от продажи залога покроет расходы кредитора по



предоставленной ссуде.

Таким образом, градация требований по резервированию, по мнению авторов, должна выглядеть следующим образом:

15% - для пула активов с коэффициентов LTV выше 90%;

10% - для пула активов с коэффициентов LTV от 80 до 90 %;

5% для пула активов с коэффициентов LTV ниже 80%.

Данная мера, как представляет автору диссертации, способствует значительному повышению качества ценных бумаг, выпускаемых в результате секьюритизации активов, в том числе и высокорисковых. Кроме того, реализация данной меры обеспечит получение выпуском высокого кредитного рейтинга.

Выявленные недостатки существующей в предкризисный период практики присвоения рейтингов ценным бумагам, выпущенным в результате секьюритизации активов, указывают на необходимость кардинального пересмотра системы взаимоотношений между рейтинговыми агентствами и оригинаторами и организаторами выпуска. В частности, в диссертационной работе предлагается:

- 1) внедрить формальные критерии процедуры присвоения рейтингов;
- 2) увеличить прозрачность в деятельности рейтинговых агентств;
- 3) документально фиксировать процедуры присвоения рейтинга с последующей архивацией на случай расследования адекватности и объективности присвоенного рейтинга;
- 4) создать солидарную ответственности рейтинговых агентств и понесших убытки инвесторов;
- 5) разработать процедуры по снятию конфликта интересов между рейтинговыми агентствами и их клиентами;
- 6) отказаться от практики оглашения уровня присвоенного рейтинга со стороны рейтингового комитета в последнюю очередь.

Дальнейший анализ проблем регулирования российского рынка секьюритизированных ценных бумаг дал основания полагать, что по причинам его низкой ликвидности потенциальные инвесторы, а также сами оригинаторы предпочитают заключать сделки (в том числе и секьюритизировать активы) на зарубежных рынках капитала. В целях повышения ликвидности вторичного обращения ценных бумаг на организованных биржевых и внебиржевых рынках в работе предложена трехуровневая система стимулирования ликвидности. К первому уровню относятся регулирующие органы, ко второму - организаторы торгов и саморегулируемые организации, на третьем - сами оригинаторы, специально созданные юридические лица и организаторы выпуска.

При этом в диссертационном исследовании были выделены следующие направления работы регуляторов:

- 1) смягчение ограничений на участие в торгах отдельных категорий инвесторов - закрытые и открытые паевые инвестиционные фонды, страховые компании и пенсионные фонды;
- 2) мониторинг и донесение до участников рынка информации о текущем состоянии торгов;

3) сбор информации о методах повышения ликвидности на зарубежных биржах и обсуждение этой информации с ключевыми участниками торгов;

4) улучшение имиджа российского финансового рынка в глазах иностранных инвесторов;

На уровне организаторов торговли в работе предложены следующие мероприятия, способствующие повышению ликвидности российского рынка ценных бумаг, обеспеченных активами:

1) изменение регламентации деятельности маркетмейкеров в части повышения требований к выполнению ими взятых на себя обязательств по поддержанию ликвидности рынка,

2) формализация и ужесточение критериев подозрительных сделок с последующим расследованием каждого факта таких сделок,

3) установление ограничений на максимальную и минимальную цены сделок с ценными бумагами в течение одного торгового дня,

4) отказ от практики временной приостановки торгов ценными бумагами даже в случаях повышенной волатильности,

5) повышение уровня финансовой грамотности и осведомленности о возможностях рынка ценных бумаг среди потенциальных инвесторов и оригинаторов

На уровне оригинаторов, специально созданных юридических лиц и организаторов выпуска в работе обоснована необходимость принятия на себя обязательств по поддержанию биржевых и внебиржевых котировок своих ценных бумаг по аналогии с механизмом, применяемым маркетмейкерами.

Указанные мероприятия должны способствовать значительному повышению ликвидности российского рынка секьюритизированных ценных бумаг и, как следствие, снижению рисков и притоку инвесторов, в том числе и зарубежных.

## **СПИСОК РАБОТ, ОПУБЛИКОВАННЫХ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ**

### **Статьи в рецензируемых научных журналах и изданиях:**

1. Шаповал А.В. Секьюритизация активов как способ корпоративного финансирования // Вестник СГСЭУ. 2012. №4. - 0,3 п.л

2. Шаповал А.В. Проблемы регулирования сделок по секьюритизации активов в России// Теория и практика общественного развития. 2012. №7. - 0,2 п.л.

3. Шаповал А.В. Проблемы рейтингования сделок секьюритизации // Теория и практика общественного развития. 2012. №10. - 0,3 п.л.

4. Шаповал А.В. Специфика сделок секьюритизации активов в России // Наука и общество. 2012. №4(7). - 0,5 п.л.

### **Статьи и тезисы докладов в других изданиях:**

5. Проблемы ценообразования на финансовые активы/ Инвестиционная экономика: проблемы, поиски, решения: сборник научных статей по итогам Все-

русской научно-практической конференции. - Санкт-Петербург: КультИнформ-Пресс, 2012. - 0,2 п.л.

6. Шаповал А.В. Теоретические основы механизма секьюритизации активов. Научное издание. - Саратов: Саратовский государственный социально-экономический университет, 2011. - 2,3 п.л.

7. Шаповал А.В. Создание механизма повышения ликвидности ценных бумаг, обеспеченных активами / Управление современным инновационным обществом: модернизация и развитие, экономические, социальные, философские, правовые аспекты: материалы международной научно-практической конференции. – Саратов: ИПЦ “Наука”, 2012. - 0,2 п.л.

Автореферат

Подписано в печать 13.12.2012 г.

Бумага типогр. №1

Печать офсетная

Заказ 461

Формат 60x84 <sup>1</sup>/<sub>16</sub>

Гарнитура "Times"

Уч.-изд. л. 1,0

Тираж 100 экз.

Издательский центр Саратовского  
государственного социально-экономического университета.  
410003, Саратов, Радищева, 89.